

相关研究

《实体经济观察 2019年第4期:期待万亿规模减税》2019.01.24

《Deflationary expectation eased and monetary growth will stabilize》2019.01.24

《通缩预期改善,货币增速趋稳》2019.01.20

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

分析师:于博

Tel:(021)23219820

Email:yb9744@htsec.com

证书:S0850516080005

分析师:李金柳

Tel:(021)23219885

Email:lj11087@htsec.com

证书:S0850518070004

联系人:宋潇

Tel:(021)23154483

Email:sx11788@htsec.com

联系人:陈兴

Tel:(021)23154504

Email:cx12025@htsec.com

为什么市场底会先于经济底? ——兼论本轮股市反弹的原因

投资要点:

- **经济下滑而股市反弹。**18年12月工业增速虽小幅反弹,但出口增速转负,内需中投资增速也再度下滑,仅消费增速微幅回升。进入1月份以来,下游地产汽车销售依旧低迷,工业生产继续减速。但在经济回落的同时,股票资产明显上涨。19年到目前为止A股主要指数涨幅均超过4%,同期的中证综合债券指数上涨0.77%,货币基金收益率约为0.2%,股市表现在各类资产中遥遥领先。
- **市场底往往先于经济底。**从理论上说,股市的涨跌应与经济的表现正相关,但数据显示虽然多数时候中国股市表现与经济走势一致,但拐点期的股市表现往往领先于经济。比如08年4季度股市见底领先于09年1季度经济见底,而09年3季度的股市见顶也领先于10年1季度的经济见顶,本轮股市于18年1月见顶下跌,而GDP增速从18年2季度开始明显回落。
- **政策变化最为领先。**为什么市场的表现会相对领先,我们认为有如下几种可能的原因。一是往往先有政策变化,随后才有经济的变化。比如在08年,先有11月份的4万亿政策出台,后有09年1季度的经济复苏。而在14年则是各项改革的纲领性文件出台,使得市场对中国经济潜在增速的提升开始恢复信心,当年中国股市的上涨反映的其实是“改革牛”。而07年则是在1季度开始政策表达了对过热的担忧,随后调控政策的出台使得经济 and 股市先后回落。
- **货币融资先于经济变化。**此外,货币是经济发展的血液,因此货币融资的变化也会影响经济的变化。在08年,4万亿政策出台后,信贷领先于经济增速回升。而15年则是政府融资大规模发行,领先于经济反弹。到16年以后则是影子银行兴衰领先于经济变化。虽然每一次导致社会融资增速变化的原因都不一样,但结果都会导致社会融资总量的变化,进而影响到经济的变化。
- **股市有望领先经济见底。**总结来说,虽然当前经济仍在继续下滑,但是由于减税降费政策的逐步落地,政策底已经出现。此外随着打破刚性兑付以后,企业债、政府债等直接融资的发力,货币和融资的底也即将出现,那么年初以来的股市上涨或许意味着市场底已经出现,而经济底的出现也不会特别遥远。而且这一轮中国经济见底伴随着出口、地产等的下滑,靠的是减税增加消费、直接融资改善企业和政府投资,这意味着未来经济的底部增速或许会更低,但增长更加可持续。

目 录

| | |
|--------------------------------------|---|
| 1. 每周交流与思考..... | 3 |
| 2. 经济：工业再度下滑..... | 6 |
| 3. 物价：通胀短期仍稳..... | 6 |
| 4. 流动性：央行收短放长..... | 7 |
| 5. 政策：研究完善减税降费..... | 7 |
| 6. 海外：美联邦政府重新开门，IMF 下调 19 年增速预期..... | 7 |

1. 每周交流与思考

一、经济下滑而股市反弹

经济继续下滑。

18年12月工业增速虽然小幅反弹至5.7%，但从需求来看，12月经济依旧偏弱，不仅代表外需的出口增速降至-4.4%，内需中的投资增速也回落至5.9%，仅消费增速从8.1%略升至8.2%。

进入1月份以来，主要34城市地产销量增速再度转负，乘用车销售依旧负增，6大集团发电耗煤增速下降，粗钢产量增速回落，诸多指标显示经济仍在继续减速。

股票资产领涨。

截止上周末，年内上证指数上涨4.3%，深圳成指上涨4.9%，沪深300指数上涨5.8%，主要的股票指数涨幅均超过4%。而同期的中证综合债券指数上涨0.77%，货币基金收益率约为0.2%，股市表现在各类资产中遥遥领先。

二、市场底往往先于经济底

从理论上说，股市的涨跌应与经济的表现正相关，经济好股市上涨、经济不好股市下跌。但2001年以来的数据显示，中国工业增速和股市涨跌呈现微弱正相关。这意味着虽然大多数时候股市表现与经济走势一致，但也有不少时期两者走势背离，尤其是在经济处于拐点的时期。

市场先见底，经济再见底。

比如在全球金融危机的时期，股市的最低点发生于08年10月，上证指数一度跌至1664点，但从经济增速来看，最低点发生在09年1季度，GDP增速降至6.4%。中国股市领先于中国经济一个季度见底。

再比如说中国GDP增速从10年1季度见顶之后持续下滑，一直到16年1季度才触及6.7%的阶段性低点，此后的两年略有回升。但中国A股从14年3季度开始大幅上涨，虽然期间经历了15年股市的大幅波动，但从14年3季度到18年初的A股整体呈现上涨走势，这一轮股市的见底领先于经济见底1年半时间。

反过来也有类似的现象，也就是市场顶往往领先于经济顶。

在09年3季度，上证指数达到3478的反弹高点，而中国经济当时刚刚步入复苏的轨道，一直到10年1季度才见顶，那一轮股市见顶领先于中国经济3个季度。

而在最近这一轮中国股市的下跌过程中，18年1月份上证指数见顶下跌，而GDP增速在18年1季度以前一直维持6.8%的增速，在18年2季度以后才出现明显回落，股市领先于经济1个季度见顶。

只有在2005-2007年，在中国股市创下新低和新高的那一轮过程中，A股的表现相对比较迟钝。中国经济增速在04年4季度就见底了，但股市一直到05年2季度才见底回升。而在07年2季度中国经济见顶回落，而股市则是到07年4季度才开始下跌。

也就是说，在大多数的拐点上，股市的表现往往领先于经济的变化。为什么市场的表现会相对领先，我们认为有如下几种可能的原因：

三、政策变化最为领先

首先，往往先有政策变化，随后才有经济的变化。

08年：先有4万亿，后有经济复苏。

比如说在08年金融危机期间，中国经济快速回落，出现了硬着陆的风险。而为了应对经济下滑，国务院在08年11月初召开常务会议，研究部署进一步扩大内需、促进经济平稳较快增长的十项措施，包括棚改、“铁公机”等，初步匡算，实施上述工程建设，到2010年底约需投资4万亿元。

因此，虽然08年4季度的中国经济依然在大幅下滑，但是4万亿政策的出台激发了对中国经济未来复苏的信心，08年股市的见底与4万亿政策的出台基本同步，而远远领先于经济底。

14年：先有改革预期，后有股市上涨。

而在2014年，虽然中国经济依然在继续回落，但是当时出台了一系列改革的文件。在2013年末的十八届三中全会上，通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，提出深化经济、政治、文化、社会和生态文明体制五大改革。此后的14年政府两会报告提出“推动重要改革领域取得新突破”，着重强调了行政改革、财税改革、金融改革和国企改革四大领域。而14年的四中全会通过了《中共中央关于全面推进依法治国若干重大问题的决定》，明确提出全面推进依法治国，有助于维护公平正义。

正是这些关于改革的重要文件陆续出台，使得市场对中国经济潜在增速的提升开始恢复信心，而14年中国股市的上涨首先反映的其实是“改革牛”，只是因为后来投机过度才出现了变化。

07年：先有紧缩预期，后有经济股市回落。

而在07年3月的国务院常务会议上，明确提出货币信贷增长过快，固定资产投资存在反弹压力，贸易顺差继续增加等问题，提出要防止经济由偏快转为过热。与之相应，当时出台的政策要求继续加强固定资产投资调控，抓紧缓解流动性过剩矛盾，有效抑制贸易顺差过快增长，努力保持价格总水平基本稳定、遏制房价过快上涨。而在随后的07年2季度，经济增速就见顶回落。

因此，07年的政策变化也是领先于经济和股市的变化，只是由于股市的投机气氛过于浓烈，没有反映出政策的变化，使得市场底滞后于经济底。

四、货币融资先于经济变化

其次，货币是经济发展的血液，因此货币的变化也会影响经济的变化。

在经济的运行当中，居民企业的存款会形成货币，然后通过各种融资的方式进入经济运行。由于从货币融资投入经济到形成产出存在一定时滞，我们发现货币和融资的变化往往领先于中国经济变化。

08年：信贷领先于经济。

在2008年4万亿政策出台之后，11和12两月的新增信贷大幅回升，推动信贷增速从14%左右大幅上升至年末的19%，随后在09年6月最高升至34.3%。信贷增速的变化与政策的变化基本同步，但远远领先于经济的变化。而在09年6月份之后，信贷增速开始逐渐回落，其影响到10年1季度才体现为经济的再度下滑。

纵观那一轮的股市涨跌，其实与信贷增速的变化基本同步，而远远领先于经济变化。

15年：政府融资领先于经济。

最早的时候中国的社会融资的成分主要是信贷，但是在2014年之后，我国决定大

规模发行地方政府债、来置换存量 15.4 万亿地方债务，因此 15 年之后政府融资开始产生显著的影响。

从 15 年 3 季度起，随着地方政府置换债的大规模发行，我们测算的社会加政府融资增速出现了大幅反弹，但实际上直到半年之后的 16 年 1 季度，经济才出现明显回升。

16 年后：影子银行兴衰领先于经济。

而在 2016 年之后，影子银行的兴衰又成为影响中国社会融资总量的关键性因素，从 16 年到 17 年上半年，影子银行激增推动社会融资增速持续反弹。而从 2017 年下半年开始，随着金融去杠杆的大力推进，各项非标融资开始持续回落，到 17 年 4 季度社融增速出现了明显回落，而在半年以后的 18 年 2 季度，经济增速也开始明显下滑。

由此可见，虽然每一次导致社会融资增速变化的原因都不一样，最早在 08 年是信贷波动、在 15 年是政府融资激增、到 16 年以后是影子银行的兴衰，但结果都会导致社会融资总量的变化，进而影响到经济的变化。

五、股市有望领先经济见底

因此，综合来看，中国过去曾多次出现市场底领先于经济底的情况，其背后的两大重要原因在于：政策和货币融资变化均领先于经济变化。

展望未来，我们认为 19 年以来的股市反弹意味着本轮市场底或已出现，原因也在政策和货币融资的变化。

政策底已现：积极财政减税降费。

首先从政策来看，18 年积极的财政政策已经开始发力。由于经济增速继续下行，市场对本轮财政政策的效果存在疑虑。我们认为主要原因在于过去我们的财政政策以加大财政刺激为主，财政支出的加快会带来立竿见影的效果。而本轮财政政策以减税降费为主，而减税政策往往需要半年到 1 年的时滞才会陆续见效。由于去年的增值税和个税的减免主要发生在下半年，因此其见效需要等到 19 年上半年。

此外，去年末的中央经济工作会议提出，19 年要实施更大规模的减税降费政策。此前财政部部长助理许宏才称，18 年减税规模为 1.3 万亿，由此推算 19 年的减税规模不会少于 1.3 万亿。在 19 年初政府就推出了 2000 亿的小微企业减税计划，同时开始实施个人所得税的四项抵扣政策。我们预计在两会期间的政府工作报告或会推出万亿规模的增值税减税计划，而其影响或在 19 年下半年之后陆续体现。

融资底将现：直接融资发力，替代影子银行。

其次从货币融资来看，18 年以来虽然央行已经多次实施定向和全面降准的政策，但这一步只是增加了银行间金融市场的资金供应，由于信贷传导不畅，加上影子银行的持续收缩，使得实体经济使用的全社会融资余额增速仍在下滑，这就意味着经济增长后续依旧承压。

我们知道，影子银行的监管是过去两年社融回落的主要原因。但我们需要思考的是，为什么会有影子银行？央行行长易纲在 18 年 12 月提出，影子银行是金融市场的必要补充，但要规范经营。这一说法并不是说要回到发展影子银行的老路，而是说影子银行的存在其实是有合理性的。

在我们看来，影子银行代表的是中国直接融资的萌芽。影子银行的很多融资活动来自于民营企业、房地产企业、融资平台，但是因为正规融资渠道满足不了，所以走向了影子银行。我们监管影子银行的行为肯定是对的，不然会有更大的风险。但是在关闭影子银行的偏门之后，我们需要给这些融资活动开一扇正门，这其实就是直接融资。

我们看到，18 年发布了《地方政府隐性债务问责办法》，19 年提出加大地方政府专

项债券发行，这其实就是用地方政府专项债取代了以往融资平台的隐性债务。

而从 18 年 4 季度开始，央行提出引导设立民营企业债券融资支持工具，而信用风险缓释工具的大力发行帮助部分龙头民企缓释了信用风险，其结果是去年 11 月以后民企信用债净发行规模由负转正，而企业债净发行规模大幅井喷，在 18 年 11 月之后连续 3 个月维持在月均 3000 亿以上规模。

因此，19 年企业债和地方政府专项债的放量有望弥补非标融资的萎缩，直接融资发展有望替代影子银行，从而使得社会融资总量余额增速在年初就开始见底企稳。

由于本轮社会融资增速的改善更多的是依靠企业债、地方政府专项债等直接融资，因此未来融资增速的见底更多的是呈现 L 型企稳，而非以往靠信贷和影子银行激增导致的 V 型反转，这反过来意味着未来的融资增速不会因为刺激过度而大幅回落，其稳定增长更可持续。

股市或已见底，领先经济见底。

总结来说，虽然当前经济仍在继续下滑，但是由于减税降费政策的逐步落地，政策底已经出现。此外随着打破刚性兑付以后，企业债、政府债等直接融资的发力，货币和融资的底也即将出现。那么年初以来的股市上涨或许意味着市场底已经出现，而经济底的出现也不会特别遥远。

而且这一轮中国经济见底伴随着出口、地产等的下滑，靠的是减税增加消费、直接融资改善企业和政府投资，这意味着未来经济的底部增速或许会更低，但增长更加可持续。

2. 经济：工业再度下滑

1) **地产销售再负**。主要 34 城市 1 月前 25 天地产销售同比下降 7.5%，其中 4 个一线城市同比上升 21.2%，12 个二线城市同比下降 15%，而 18 个三四线城市同比下降 6.1%。地产销售增速在去年 12 月反弹之后再度转负。

2) **汽车降幅缩窄**。19 年 1 月前 3 周乘联会乘用车批、零增速-29%、-1%。其中批发增速降幅仍高，但零售增速降幅大幅缩窄，意味着终端需求出现改善迹象。

3) **工业再度下滑**。6 大电厂 1 月中上旬发电耗煤增速保持正增长，但下旬发电耗煤增速大幅转负，考虑春节临近的影响，春节前第二周发电耗煤增速也大幅下滑。而 1 月上旬粗钢产量增速也有回落，均意味着 1 月工业生产再度下滑。

3. 物价：通胀短期仍稳

1) **食品价格上涨**。上周食品价格上涨，其中蔬菜价格大涨，鸡蛋价格小涨，猪肉价格下跌，食品价格环比上涨 1%。

2) **CPI 保持稳定**。截止目前 1 月商务部食用农产品价格、农业部农产品批发环比涨幅分别为 1.2%、3.1%，我们预计 1 月 CPI 食品价格环涨 2.3%，1 月 CPI 略升至 2%。

3) **PPI 继续下降**。1 月以来国际油价、钢价反弹，煤价先涨后跌，截止目前 1 月港口期货生资价格环比下跌 0.8%，我们预测 1 月 PPI 环降 0.4%，1 月 PPI 同比涨幅下降至 0.2%。

4) **通胀短期仍稳**。春节假期即将到来，蔬菜价格大幅上涨，1 月 CPI 有望保持稳定。而在 PPI 方面，得益于 1 月以来煤价、油价、钢价等的反弹，1 月 PPI 环比跌幅有

望比 12 月大幅缩窄，1 月 PPI 同比涨幅仍有望保持在正值区间。

4. 流动性：央行收短放长

1) **货币利率震荡**。上周货币利率大幅回升，其中 R007 均值下行 6BP 至 2.58%，R001 均值上行 9BP 至 2.32%。DR007 下行 3bp 至 2.55%，DR001 上行 10bp 至 2.27%。

2) **央行大幅回笼**。上周逆回购到期 7700 亿，国库现金投放 1000 亿，央行净回笼 6700 亿。

3) **汇率小幅回升**。上周美元指数回落，人民币兑美元指数反弹，在岸和离岸人民币汇率分别回升至 6.76 和 6.75。

4) **央行收短放长**。上周央行虽然在公开市场大幅回笼短期资金，但同时也在大幅投放长期资金，其中定向中期借贷便利 (TMLF) 操作投放货币 2575 亿，而开展普惠金融定向降准动态考核释放长期资金约 2500 亿元。此外，央行上周创设央行票据互换工具，可以从市场换入合格银行发行的永续债，同时向其换出等额央行票据，有助于支持银行发行永续债补充一级资本，增加银行信贷投放能力。

5. 政策：研究完善减税降费

1) **有信心保持经济在合理区间运行**。李克强主持外国专家座谈会时表示，完全有信心保持经济增长在合理区间；中国将坚定不移推进改革，大力推进简政放权、放管结合、优化服务改革，实施更大力度的减税降费；放宽市场准入，进一步扩大对外开放。

2) **研究完善减税降费**。国家税务总局发布关于深入贯彻落实减税降费政策措施的通知，在落实好已出台的小微企业普惠性减税等政策措施的基础上，税务总局配合有关部门抓紧研究完善降低增值税税率、降低社保费率等实施方案，积极推动相关政策尽早公布实施。

3) **发展的不平衡要靠发展解决**。王岐山在瑞士出席达沃斯世界经济论坛年会时指出，解决经济全球化过程中出现的问题必须对症下药，发展的不平衡要靠发展来解决。

6. 海外：美联邦政府重新开门，IMF 下调 19 年增速预期

1) **特朗普签署临时支出法案，美联邦政府重新开门**。上周五，美国参众两院通过了临时开支法案，由特朗普晚间签署发布，正式结束了史上最长的政府关门 35 天的局面。该法案使得国会和特朗普有三周时间就边境安全问题谈判，如果未能在三周内达成协议，联邦政府可能在 2 月 15 日再次关门。

2) **欧央行公布利率决议，传递信号偏鸽**。上周四，欧央行公布 1 月政策利率会议决议，维持三大利率和前瞻性指引不变，同时重申保持利率不变至少至 2019 年夏天。欧央行行长德拉吉在随后的新闻发布会上传递了鸽派信号，他表示近期公布的数据弱于预期，充裕的货币宽松仍有必要，同时提到欧元区经济增长前景面临的风险偏向下行。

3) **欧洲 PMI 继续下滑**。上周四，欧元区公布 1 月制造业 PMI 初值 50.5，创逾四年来新低，预期 51.4，前值 51.4，新订单分项连续第四个月下滑。而稍早公布的德国 1 月制造业 PMI 初值 49.9，四年来首度跌破荣枯线。

4) **IMF 下调 19 年增速预期**。上周一，IMF 在展望中将 2019 年、2020 年世界经济增速预期分别下调至 3.5% 和 3.6%，较 18 年 10 月的预测分别降低 0.2 和 0.1 个百分点。

IMF 认为，全球经济增长势头在减弱，面临的风险在上升，贸易紧张局势和金融环境收紧是短期主要风险。

信息披露

分析师声明

姜超 宏观经济研究团队
于博 宏观经济研究团队
李金柳 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
联系人
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
联系人
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 nyumiu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹莹(021)23154122 py110297@htsec.com
联系人
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱建军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
联系人
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
联系人
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
吴佳桢(010)56760092 wjz11852@htsec.com
范国钦(021)23154384 fgq12116@htsec.com
梁广楷(010)56760096 lgg12371@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
联系人
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
联系人
史岳 sy11542@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
谢茂莹 xmx12344@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
联系人
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

电子行业

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com
尹琴(021)23154119 y11569@htsec.com
谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
联系人
石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com

煤炭行业

李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
联系人
王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com

电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
房青(021)23219692 fangq@htsec.com
曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
徐柏乔(021)23219171 xbj6583@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
联系人
陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com

基础化工行业

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com
 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com
 联系人
 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com
 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com
 于成龙 ycl12224@htsec.com
 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
 联系人
 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
 张弋 01050949962 zy12258@htsec.com
 张崢青(021)23219383 zzq11650@htsec.com

非银行金融行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
 联系人
 李芳洲(021)23154127 lzf11585@htsec.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com
 罗月江(010)56760091 ljy12399@htsec.com
 联系人
 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com
 党新龙(0755)82900489 dxl12222@htsec.com

纺织服装行业

梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com
 联系人
 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com
 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com

建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
 联系人
 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com
 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com
 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com
 周丹 zd12213@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com
 联系人
 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

建筑工程行业

杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com
 张欣劼 zxx12156@htsec.com
 李富华(021)23154134 lf112225@htsec.com

农林牧渔行业

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com
 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com
 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com
 联系人
 孟亚琦 myq12354@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com
 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com

军工行业

蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com
 张恒旭 zhx10170@htsec.com
 联系人
 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com

银行行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 解巍巍 xww12276@htsec.com
 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com
 联系人
 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
 许樱之 xyz11630@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com
 联系人
 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com
 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

造纸轻工行业

衣楦永(021)23212208 yzy12003@htsec.com
 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160
 oymc11039@htsec.com
 宗亮 zl11886@htsec.com
 巩柏舍 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com
 吴尹 wy11291@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 杜飞 df12021@htsec.com
 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com